

# Las obligaciones de los emisores que retrasen la difusión de una información privilegiada (perdón, "relevante")

El nuevo Reglamento de Abuso de Mercado ("**RAM**") sigue en lo sustancial el régimen de la antigua Directiva de Abuso de Mercado ("**DAM**") en relación con la obligación de los emisores de difundir lo antes posible cualquier información privilegiada que les concierna, y con la correlativa facultad de aquellos de poder retrasar dicha difusión cuando se cumpla un conjunto de condiciones.

Sin embargo, el RAM ha procurado reducir la discrecionalidad de los emisores en relación con la decisión de retrasar la difusión, con el fin de procurar una mayor uniformidad en las prácticas seguidas por todos ellos, y reforzar las capacidades de control y vigilancia de las autoridades supervisoras respecto del uso que pueda hacerse de esta facultad.

De esta forma, el RAM ha impuesto un extenso y detallado conjunto de obligaciones a los emisores en los casos en que decidan retrasar la publicación de cualquier información privilegiada.

## Relevancia del RAM en relación con la difusión de información privilegiada

Aunque los grandes principios del RAM en este ámbito se correspondan con los de la antigua DAM, lo cierto es que la trasposición de esta que hizo el legislador español, que es la que sigue reflejándose en la Ley del Mercado de Valores ("**LMV**") y en el RD 1333/2005 de abuso de mercado ("**RD Abuso Mercado**"), fue claramente defectuosa. En efecto:

- La LMV se ocupa del régimen general del retraso de la publicación de una información privilegiada en su artículo 228.4, previendo que el emisor podrá hacerlo siempre que la difusión inmediata perjudique sus intereses legítimos, y exigiendo en este caso que informe "inmediatamente" a la CNMV. Sin embargo, regula por separado, y no como simples concreciones de este régimen general, los supuestos más relevantes en que suele justificarse ese retraso, como es el relativo a las negociaciones de operaciones corporativas significativas (art.230), que aborda exclusivamente desde la perspectiva –parcial y limitada– del deber de confidencialidad de los emisores.
- A diferencia de la DAM y ahora del RAM, el Derecho español ha distinguido tradicionalmente las categorías de información privilegiada, a efectos de la prohibición de realizar operaciones con la misma, y de información relevante,

### A destacar

- Relevancia del RAM en relación con la decisión de los emisores de retrasar la difusión de una información privilegiada
- El RAM impone estrictas obligaciones de registro y comunicación a los emisores que retrasen la difusión
- El RAM trata de reforzar las facultades de control y vigilancia de las autoridades supervisoras en este ámbito

que es la que aplica a los deberes de comunicación de los emisores. Pero al no haber diferencias materiales o sustantivas entre ambas (fuera de los casos en que los hechos relevantes sirven de cauce para difundir informaciones que no son privilegiadas, como convocatorias de juntas, informes de gobierno corporativo y de remuneraciones, etc.), resulta más correcto el uso de un concepto unitario de información privilegiada, como hace el RAM. De este modo, una información privilegiada lo es desde el momento en que nace (por ser de carácter concreto, por poder influir sobre la cotización, etc.) y como regla habrá de difundirse "tan pronto como sea posible" (art.17.1 RAM). Pero la difusión de esta información podrá ser retrasada por el emisor en determinados supuestos con el fin de no perjudicar sus intereses legítimos, por mucho que tenga la consideración de información privilegiada a efectos de la prohibición de operar con ella.

## Las condiciones exigidas para poder retrasar la difusión

Las condiciones o requisitos exigidos para que un emisor pueda optar por retrasar la difusión de una información privilegiada son los que ya exigía la DAM. Pero su verdadero alcance y significado ha sido clarificado por ESMA ("Directrices sobre retraso en la difusión de información privilegiada", de octubre de 2016), con el fin de proporcionar una mayor seguridad jurídica tanto a los emisores como a las autoridades supervisoras:

### 1. Que la difusión inmediata pueda perjudicar los intereses legítimos del emisor:

Se trata de supuestos en que los intereses del emisor se consideran prevalentes sobre el interés del mercado en ser oportunamente informado, referidos por lo general a informaciones cuya difusión prematura podría perjudicar o poner en peligro la operación de que se trate. Los ejemplos más relevantes para ESMA son:

- a) Negociaciones cuyo resultado pueda verse comprometido por una difusión inmediata (fusiones, adquisiciones, compras y ventas de activos, etc.);
- b) Negociaciones orientadas a garantizar la recuperación de emisores cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente;
- c) Desarrollo de productos o invenciones cuando la difusión inmediata pueda perjudicar los derechos de propiedad intelectual o industrial del emisor;
- d) Planes o decisiones firmes (no negociaciones) para la compra o venta de una participación mayoritaria en otra entidad.

### 2. Que el retraso en la difusión no pueda inducir al público a confusión o engaño

Esta segunda condición requiere esencialmente que la información cuya difusión pretende retrasar el emisor no sea contradictoria con la información que esté a disposición del mercado, en aquellos casos en que esta sea imputable al propio emisor. Se entiende por ello que no cabe retrasar la difusión de la información en casos como:

- a) Cuando la información cuya difusión pretende retrasarse es materialmente diferente de la anunciada con carácter previo por el propio emisor;
- b) Cuando el emisor no vaya a lograr los objetivos financieros que haya anunciado con anterioridad al mercado ("*profit warnings*");
- c) Cuando la información que pretende retrasarse contraste con las "expectativas del mercado", aunque siempre que estas se basen a su vez en "señales" transmitidas por el propio emisor (entrevistas, presentaciones, *roadshows*, etc.).

### 3. Que el emisor esté en condiciones de garantizar la confidencialidad de la información

Esta condición se corresponde en lo sustancial con el actual régimen del artículo 230 LMV. En consecuencia, si se produjeran rumores o noticias en el mercado sobre la información privilegiada cuya difusión ha sido retrasada y el grado de exactitud de aquellos permitiera entender que son atribuibles a una filtración de la información, el emisor queda obligado a hacerla pública lo antes posible (en cuyo caso por tanto no es admisible una política de silencio o de "*no comment*").

## El deber de notificación a la autoridad supervisora

Mientras que la LMV, de conformidad con la DAM, exige informar "inmediatamente" a la CNMV de la decisión de retrasar la difusión (art.228.4), que es un régimen que se ha mostrado inoperante, el RAM ha venido a establecer un régimen de

comunicación *a posteriori*, que busca permitir que las autoridades supervisoras puedan valorar el uso que hacen los emisores de esta facultad y de poder actuar en su caso contra los retrasos indebidos.

Pero el RAM reconoce una alternativa a los Estados miembros, en una de las pocas opciones que se permiten a las legislaciones nacionales en este ámbito:

- d) que los emisores que retrasen la difusión de la información privilegiada deban comunicarlo a la autoridad competente una vez que la hagan pública, explicando por escrito la forma en que cumplieron las condiciones exigibles; o
- e) que esta explicación la faciliten los emisores, no en todo caso, sino solo "previo requerimiento de la autoridad competente".

Es por tanto el emisor el que debe tomar la decisión de retrasar la difusión de una información privilegiada "bajo su propia responsabilidad", en el sentido de auto-eximirse del deber de publicidad cuando entienda que se cumplen las condiciones requeridas por el RAM. Pero una vez que publique la información, deberá comunicarlo a la autoridad supervisora (en todo caso o solo cuando esta lo requiera, según la opción de cada Estado miembro), explicando los motivos que justifican el retraso y la forma en que se han cumplido las demás condiciones.

El legislador español todavía no ha acogido ninguna de estas opciones, al no haber adoptado las disposiciones necesarias para ajustar el régimen de la LMV al del RAM en las materias en que este remite a la intervención del Derecho nacional. Pero aun así, parece claro que la CNMV debe entenderse ya plenamente facultada para requerir al menos a los emisores para que expliquen las razones por las que optaron por retrasar la difusión de una información privilegiada y la forma en que cumplieron con las condiciones exigibles, aunque sea al amparo de sus facultades generales de supervisión y al tratarse de un régimen material o sustantivo que está plenamente vigente.

## Las obligaciones de los emisores que retrasen la difusión

Siempre con el fin de garantizar el efectivo cumplimiento de los requisitos a los que se condiciona la decisión de retrasar la difusión de una información privilegiada así como las competencias de vigilancia y control de las autoridades supervisoras, el RAM y sus normas de ejecución imponen un extenso y prolijo conjunto de deberes a los emisores que hagan uso de dicha facultad.

### 1. La llevanza de un registro o *disclosure record*

El Reglamento de ejecución o de "segundo nivel" nº2016/1055, de 29 de junio de 2016, obliga a los emisores que decidan retrasar la publicación de una información privilegiada a registrar y documentar por escrito un extenso conjunto de informaciones, entre las que se incluye –entre otras muchas– la fecha y hora del momento en que existió dicha información, de cuándo se adoptó la decisión de retrasar su difusión, la identidad de las personas que adoptaron la decisión y que sean responsables de hacer un seguimiento permanente de las condiciones del retraso, o la forma en que se cumplieron las condiciones exigidas para dicho retraso.

Se trata de los conocidos como *disclosure records*, que han llevado a numerosos emisores europeos a revisar, y en muchos casos a actualizar, sus procedimientos internos en relación con el uso y gestión de la información privilegiada tras la entrada en vigor del RAM.

### 2. La notificación a la autoridad supervisora

Como ya se ha señalado, los emisores quedan obligados a realizar una comunicación a la autoridad supervisora en el momento en que difundan una información privilegiada que haya sido retrasada, en todo caso o eventualmente –en función de la opción que tome cada Estado miembro– cuando aquella lo requiera.

Del contenido de esta notificación escrita también se ocupa el Reglamento 2016/1055. La información que debe ser objeto de comunicación se corresponde sustancialmente con la del registro o *disclosure record* que deben llevar los emisores.

### 3. La previsión de mecanismos para la difusión inmediata de la información

Como hemos visto, una de las condiciones para el retraso de la difusión de una información privilegiada es que el emisor esté en condiciones de garantizar su confidencialidad y, en caso de producirse rumores que sean atribuibles a una posible filtración, hacer pública la información lo antes posible.

Por ello, el citado Reglamento de ejecución requiere que el referido *disclosure record* que deben llevar los emisores incluya "pruebas" de los mecanismos establecidos para difundir la información una vez que deje de estar garantizada su confidencialidad. Con carácter general, estos mecanismos habrán de incluir la preparación de un borrador de comunicación o de hecho relevante para hacer frente a posibles filtraciones.

Se trata aquí de una manifestación de otra obligación general impuesta a los emisores, consistente en la necesidad de controlar y verificar de forma permanente que se siguen cumpliendo las condiciones para poder retrasar la difusión.

#### 4. La llevanza de una lista de iniciados

Los emisores que retrasen la difusión están obligados también a llevar una lista de iniciados, en la que deben incluirse todas las personas que tengan acceso a información privilegiada y que trabajen para ellos (art.18.1 del RAM).

En relación con las contrapartes, los emisores deberán firmar los correspondientes acuerdos de confidencialidad, pero no podrán imponerles la llevanza de una lista de iniciados. Aunque en el mercado español siga existiendo una práctica generalizada en sentido contrario, lo cierto es que el RAM solo obliga a incluir en las listas de iniciados a las personas que trabajen para los propios emisores.

## Contacto



**Javier García de Enterría**  
Socio responsable de Mercantil

E:javier.garciadeenterría@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110, 28046 Madrid, Spain  
© Clifford Chance 2017  
Clifford Chance S.L.P.

Abu Dhabi • Amsterdam • Bangkok • Barcelona • Beijing • Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai • Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul • Jakarta\* • London • Luxembourg • Madrid • Milan • Moscow • Munich • New York • Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo • Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

\*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.